

拟收购海外制造资产，光伏龙头国际化加速

公司点评

开文明(分析师)

021-68865582

kaiwenming@xsdzq.cn

证书编号: S0280517100002

丁亚(联系人)

dingya@xsdzq.cn

证书编号: S0280119060013

●事件: 签订股权收购框架协议, 意向收购宁波宜则 100%股权

2月23日, 公司公告全资子公司隆基乐叶签订股权收购框架协议, 拟现金收购宁波宜则 100% 股权, 交易对价暂定 17.8 亿元。宁波宜则主要股东方承诺标的公司 2019-2021 年扣非净利润不低于 2.2/2.41/2.51 亿元。各方力争于 2020 年 5 月 31 日前、不晚于 6 月 30 日签订正式资产购买协议。

●短期有望增厚业绩, 长期为公司的全球化扩张打下基础

宁波宜则核心资产为位于越南的生产基地, 拥有 3GW 光伏电池产能、7GW 光伏组件产能。欧洲针对中国光伏的最低进口限价(MIP)取消后, 越南等地的光伏产能主要针对美国出口(对中国有双反)。

(1) 本次收购核心为快速获取海外现有产能, 快速占领市场为长期全球化扩张打下基础。通过快速扩充产能, 迅速抓住海外光伏增量市场, 进而提高和稳固在美国等成熟市场份额。公司目前海外产能主要位于马来西亚古晋, 约 3.25GW 电池产能、500MW 组件产能。新收购产能除部分已锁定代工的产能外, 剩余产能均可用于海外扩张。海外投资建厂周期较长, 一般需要两年以上。公司先期海外市场布局已有一定基础, 通过收购可实现快速出货放量。

(2) 本次收购估值较低, 有望增加 2020 年净利润 1.2 亿元。本次收购交易对价 7.8 亿元, 按业绩承诺 2.41 亿元计算, 2020 年动态 PE 仅 7.4 倍。假设收购于 2020 年 6 月底前完成, 可以增加 1.2 亿以上净利润。

(3) 本次现金收购对公司财务状况影响较小。公司 2019 年 9 月底货币资金余额为 164.78 亿元, 本次收购对价仅 17.8 亿元, 且付款节奏比较宽松。

●公司单晶硅片基本盘稳固, 向下游产业链延伸和全球化扩张初见成效

单晶硅片仍是光伏产业链壁垒最高的环节, 长期双寡头垄断格局清晰。公司单晶硅片产能扩张、成本下降屡超市场预期, 单晶硅片龙头地位稳固。公司向下游产业链延伸和全球化扩张初见成效, 计划 2019-2021 年底公司电池片产能分别达 10、15、20GW, 组件产能分别达 16、25、30GW。目前进度来看, 扩张正在加速。公司积极开拓海外市场, 2020 年组件出货有望进入全球核心第一梯队。公司正全面实现由单晶硅片向电池片、组件的延伸, 一体化全产业链龙头即将成型。

●维持“强烈推荐”评级

因收购尚未完成, 暂不调整盈利预测。预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 50.92/68.45/87.1 亿元, 对应 EPS 分别为 1.35/1.81/2.31 元, 当前股价对应 2019-2021 年动态 PE 分别为 25.1/18.7/4.7 倍。维持“强烈推荐”评级。

●风险提示: 本次收购存在不确定性; 标的公司业绩不及预期

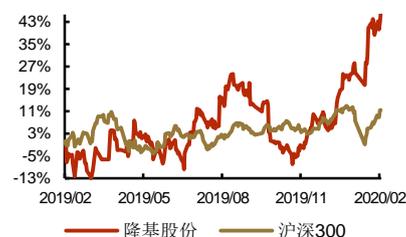
财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	16,362	21,988	32,220	45,753	58,380
增长率(%)	41.9	34.4	46.5	42.0	27.6
净利润(百万元)	3,565	2,558	5,092	6,845	8,710
增长率(%)	130.4	-28.2	99.1	34.4	27.2
毛利率(%)	32.3	22.2	25.8	26.0	26.4
净利率(%)	21.8	11.6	15.8	15.0	14.9
ROE(%)	24.9	15.3	20.0	21.5	21.7
EPS(摊薄/元)	0.94	0.68	1.35	1.81	2.31
P/E(倍)	35.9	50.0	25.1	18.7	14.7
P/B(倍)	9.4	8.1	5.2	4.1	3.3

强烈推荐(维持评级)

市场数据	时间 2020.02.21
收盘价(元):	33.9
一年最低/最高(元):	20.37/35.4
总股本(亿股):	37.72
总市值(亿元):	1,278.71
流通股本(亿股):	37.68
流通市值(亿元):	1,277.2
近 3 月换手率:	73.22%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	16.08	43.85	43.25
绝对	16.94	50.53	63.78

相关报告

《2019 年业绩预告符合预期, 单晶龙头正在加速成长》2020-01-16

《业绩继续高增长, 产能扩张提速》2019-10-30

《中报业绩高增长, 硅片扩产提速, 组件业务有望成新增长极》2019-08-28

《签订 13.1 亿片长单, 单晶硅片龙头地位稳固》2019-07-16

《业绩符合预期, 产能扩张规划明确》2019-04-29

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	18927	22901	32365	38253	45537	营业收入	16362	21988	32220	45753	58380
现金	8546	7708	11539	8915	11586	营业成本	11082	17096	23900	33858	42962
应收票据及应收账款合计	6131	8453	12919	17430	21294	营业税金及附加	152	117	172	244	311
其他应收款	324	715	808	1355	1405	营业费用	664	1017	1369	1973	2566
预付账款	444	609	933	1256	1538	管理费用	664	623	913	1296	1654
存货	2380	4283	5032	8163	8581	研发费用	0	202	296	420	536
其他流动资产	1102	1133	1133	1133	1133	财务费用	198	267	45	69	101
非流动资产	13956	16758	22708	29959	36304	资产减值损失	207	728	631	1016	1290
长期投资	515	733	992	1261	1525	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	10804	13260	18097	24179	29577	其他收益	27	142	142	142	142
无形资产	213	226	233	240	252	投资净收益	582	794	773	783	778
其他非流动资产	2425	2539	3386	4279	4950	营业利润	3996	2869	5805	7799	9876
资产总计	32884	39659	55073	68212	81841	营业外收入	47	8	21	17	18
流动负债	12340	14878	21552	28168	33827	营业外支出	25	10	24	20	20
短期借款	1612	688	688	688	688	利润总额	4018	2867	5802	7796	9874
应付票据及应付账款合计	7350	8507	13661	17743	22106	所得税	468	301	693	927	1135
其他流动负债	3378	5684	7203	9738	11033	净利润	3549	2567	5109	6869	8739
非流动负债	6299	7956	7843	7898	7588	少数股东损益	-15	9	17	23	29
长期借款	4804	5920	5807	5863	5552	归属母公司净利润	3565	2558	5092	6845	8710
其他非流动负债	1495	2036	2036	2036	2036	EBITDA	4906	4270	7037	9534	12192
负债合计	18640	22834	29395	36067	41414	EPS(元)	0.94	0.68	1.35	1.81	2.31
少数股东权益	49	373	390	414	443						
股本	1994	2791	3772	3772	3772						
资本公积	5433	4635	7677	7677	7677						
留存收益	6239	8438	12919	18994	26754						
归属母公司股东权益	14195	16452	25288	31732	39983						
负债和股东权益	32884	39659	55073	68212	81841						

现金流量表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1242	1173	6401	5696	11128
净利润	3549	2567	5109	6869	8739
折旧摊销	730	1202	1289	1811	2395
财务费用	198	267	45	69	101
投资损失	-582	-794	-773	-783	-778
营运资金变动	-2221	-1646	726	-2273	666
其他经营现金流	-433	-422	4	4	4
投资活动现金流	-3774	-3169	-6471	-8283	-7966
资本支出	3945	3824	5691	6982	6081
长期投资	-54	-80	-259	-267	-264
其他投资现金流	117	575	-1038	-1568	-2150
筹资活动现金流	4759	267	3901	-37	-491
短期借款	790	-924	0	0	0
长期借款	2787	1117	-113	55	-311
普通股增加	-3	797	981	0	0
资本公积增加	50	-799	3042	0	0
其他筹资现金流	1135	77	-9	-93	-180
现金净增加额	2171	-1691	3831	-2624	2671

主要财务比率					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	41.9	34.4	46.5	42.0	27.6
营业利润(%)	126.2	-28.2	102.3	34.4	26.6
归属于母公司净利润(%)	130.4	-28.2	99.1	34.4	27.2
获利能力					
毛利率(%)	32.3	22.2	25.8	26.0	26.4
净利率(%)	21.8	11.6	15.8	15.0	14.9
ROE(%)	24.9	15.3	20.0	21.5	21.7
ROIC(%)	27.6	16.1	23.1	21.9	23.8
偿债能力					
资产负债率(%)	56.7	57.6	53.4	52.9	50.6
净负债比率(%)	-1.8	10.1	-7.5	3.5	-3.6
流动比率	1.5	1.5	1.5	1.4	1.3
速动比率	1.2	1.1	1.2	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	3.3	3.0	3.0	3.0	3.0
应付账款周转率	2.1	2.2	2.2	2.2	2.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.94	0.68	1.35	1.81	2.31
每股经营现金流(最新摊薄)	1.14	0.36	1.70	1.51	2.95
每股净资产(最新摊薄)	3.60	4.19	6.50	8.21	10.39
估值比率					
P/E	35.9	50.0	25.1	18.7	14.7
P/B	9.4	8.1	5.2	4.1	3.3
EV/EBITDA	26.0	30.4	18.0	13.6	10.4

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

开文明，上海交通大学学士，复旦大学世界经济硕士，2007-2012年历任光大证券研究所交通运输行业分析师、策略分析师、首席策略分析师，2012-2017年历任中海基金首席策略分析师、研究副总监、基金经理。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>